

Une évaluation du régime des dates d'annonce préétablies

Nicolas Parent, département des Marchés financiers, Phoebe Munro, département des Communications, et Ron Parker, conseiller

- *La Banque du Canada visait quatre grands objectifs lorsqu'elle a décidé d'adopter, fin 2000, un nouveau régime pour l'annonce de ses décisions au sujet du taux cible du financement à un jour. Elle cherchait ainsi à réduire l'incertitude sur les marchés financiers, à faire porter l'attention davantage sur la conjoncture économique canadienne que sur la situation aux États-Unis, à mieux mettre en lumière la perspective à moyen terme de la politique monétaire et à accroître la transparence à l'égard des décisions relatives aux taux d'intérêt que prend la Banque.*
- *Les données recueillies à ce jour semblent indiquer que ces quatre objectifs ont tous été atteints en grande partie. L'incertitude s'est atténuée, et les marchés prêtent désormais davantage attention aux données concernant l'économie canadienne. Les acteurs des marchés et les médias affichent une meilleure connaissance de la perspective à moyen terme qui sous-tend les décisions prises en matière de politique monétaire, et les raisons qui accompagnent celles-ci sont plus transparentes.*
- *Le régime des dates d'annonce préétablies donne à la Banque l'occasion de communiquer régulièrement ses vues sur l'état de l'économie canadienne. Il aide les marchés financiers à se faire une meilleure idée de l'orientation générale de la politique monétaire et le public en général à mieux comprendre les motifs qui expliquent ses décisions en la matière, même si les décisions elles-mêmes ne sont pas toujours pleinement attendues.*

En décembre 2000, la Banque du Canada a adopté un nouveau régime de huit dates « fixes » ou préétablies par an pour l'annonce des modifications de son taux directeur clé, le taux cible du financement à un jour. Au terme d'une longue analyse, la Banque avait conclu que ce régime lui permettrait de mettre en œuvre sa politique monétaire avec plus d'efficacité. Elle visait, avec l'instauration de ce nouveau dispositif, quatre grands objectifs : réduire l'incertitude sur les marchés financiers; attirer davantage l'attention sur la situation économique du Canada; faire mieux ressortir la perspective à moyen terme de la politique monétaire; accroître la transparence de la Banque, sa responsabilité et le dialogue qu'elle entretient avec le public. Le présent article examine ces objectifs et les résultats obtenus à ce jour en s'appuyant sur des données empiriques, sur le suivi et l'analyse de la couverture médiatique ainsi que sur les commentaires de journalistes, d'analystes financiers et de personnes-ressources en région.

Contexte

Avant novembre 2000, la Banque avait l'habitude de communiquer les modifications du taux cible du financement à un jour à 9 h, n'importe quel jour ouvrable. Ces changements étaient parfois annoncés très peu de temps après les décisions relatives aux taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine, rendant ainsi les marchés financiers canadiens beaucoup plus sensibles aux variations macroéconomiques observées chez nos voisins qu'à celles se produisant au Canada. Par exemple, sept des dix modifications apportées par la Réserve fédérale à ses taux directeurs entre février 1996 et octobre 2000 furent immédiatement suivies d'annonces

similaires de la Banque du Canada, donnant alors l'impression que cette dernière se contentait d'imiter sa contrepartie américaine (Aba, 2001). Cette perception domina en dépit du fait que la banque centrale canadienne changea son taux directeur au total 25 fois durant cette période¹.

À cette tendance à considérer le processus de prise de décision de la Banque du Canada comme étant tributaire de celui de la Réserve fédérale s'ajoutait le peu de communications planifiées au cours de l'année. Cette lacune limitait la fréquence à laquelle la Banque pouvait informer le public de ses vues sur la politique monétaire (Vayid, 2002). En outre, faute de calendrier préétabli pour annoncer ses décisions, les occasions pour l'institution d'atteindre un consensus interne sur le message officiel à livrer étaient moins nombreuses. Résultat, la Banque était de temps à autre critiquée par les médias et les marchés pour de soi-disant faux pas dans ses communications publiques. Le *Financial Post*, notamment, écrivait en septembre 1997 que [traduction] « la crédibilité de la Banque du Canada est regardée à la loupe... [le gouverneur] Thiessen court maintenant le risque d'être vu comme criant au loup s'il ne relève pas les taux d'intérêt » et « la banque centrale ne peut évidemment pas ouvrir d'emblée son jeu devant les marchés. Mais Thiessen, bien que son désir de communiquer soit des plus louables, devrait veiller un peu plus à ne pas créer de fausses attentes. »

Vers la fin de 2000, la Banque, en réaction entre autres à ce genre de critiques, adopte un calendrier fixe pour l'annonce de ses décisions relatives aux taux d'intérêt (Thiessen, 2000)². Dorénavant, celles-ci seraient rendues publiques à huit dates préétablies par année, à 9 h, et seraient toujours accompagnées d'un communiqué explicatif. La Banque se réservait toutefois le droit, en cas de circonstances exceptionnelles, de faire des annonces en dehors de ce calendrier.

Avant d'opter pour ce nouveau régime, la Banque a procédé à une série de consultations auprès des marchés financiers et du public. Les résultats ont montré que l'adoption d'un calendrier recevait un large appui et que le mardi était préféré au mercredi

pour ne pas gêner l'adjudication d'obligations tenue ce jour-là. Les répondants voulaient aussi conserver 9 h comme heure de publication pour ne pas rompre avec la tradition de la Banque.

Deux ans et demi après l'instauration des dates d'annonce préétablies, le temps est venu de se demander si la Banque a atteint les objectifs qu'elle recherchait en adoptant un tel régime?

Réduction de l'incertitude sur les marchés financiers

Le premier objectif d'un calendrier de dates préétablies était de réduire l'incertitude régnant sur les marchés financiers à l'égard du moment où la Banque allait annoncer ses mesures de politique monétaire. Pour ces derniers, le nouveau calendrier a marqué un pas important, le taux cible du financement à un jour étant le principal instrument dont la Banque dispose pour influencer les taux d'intérêt à court terme et le prix d'autres actifs. En règle générale, les modifications que la Banque apporte au taux cible du financement à un jour se répercutent sur les autres taux d'intérêt, notamment sur les taux hypothécaires et les taux de base des prêts consentis par les banques commerciales. Le fait d'avoir l'assurance que la Banque ne modifierait son taux directeur clé qu'aux dates d'annonce arrêtées allait permettre aux opérateurs de faire des projets sans avoir à se demander au quotidien si la Banque s'apprêtait ou non à changer ce taux.

Les données empiriques [...] montrent que la baisse de l'incertitude entourant les dates d'annonce des décisions concernant les taux directeurs a amélioré la justesse des estimations relatives aux prix des instruments du marché monétaire canadien.

1. Durant l'année qui précéda l'instauration des dates préétablies, la Banque emboîta le pas à toutes les décisions de la Réserve fédérale, renforçant ainsi l'impression qu'elle marchait dans le sillage de cette dernière.

2. Cette mesure a été prise dans un contexte où les régimes de dates préétablies devenaient de plus en plus la norme à l'échelle internationale. La Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque centrale européenne avaient déjà adopté un régime semblable.

Les données empiriques exposées dans la présente section montrent que la baisse de l'incertitude entourant les dates d'annonce des décisions concernant les taux directeurs a amélioré la justesse des estimations

relatives aux prix des instruments du marché monétaire canadien. Il semble également que le choix d'un calendrier de dates préétablies pour ces annonces ait concouru à l'apparition de nouveaux instruments financiers.

Lors de la consultation de l'automne 2000, certains répondants s'étaient inquiétés à l'idée que la date d'annonce choisie par la Banque ne crée de l'agitation sur les marchés des changes et des titres d'emprunt si elle devait être trop éloignée de celle de la Réserve américaine. La Banque, elle, croyait qu'une fois le calendrier établi, les opérateurs procéderaient aux ajustements nécessaires pour que les marchés ne connaissent pas une hausse de la volatilité. La Banque pensait aussi qu'un délai raisonnable s'imposait si l'on voulait que davantage d'attention soit prêtée aux facteurs fondamentaux et aux conditions de l'économie canadienne durant la période qui précéderait et suivrait l'annonce du taux directeur. Dans les faits, les marchés se sont bien adaptés au changement et ont ajouté les annonces de la Réserve américaine à l'éventail des nouvelles pertinentes pouvant influencer sur leurs attentes à l'égard des prochaines mesures de la Banque du Canada.

Suppression de la veille de 9 heures

L'instauration des dates d'annonces préétablies a permis d'abolir la « veille de 9 h ». En effet, les matins où une modification du taux du financement à un jour semblait particulièrement probable, l'activité des marchés ralentissait considérablement, cambistes et négociants en obligations préférant éviter de conclure des transactions avant 9 h. Le bas niveau des liquidités observé sur les marchés ces matins-là posait problème aux opérateurs, car les prix des actifs étaient moins représentatifs et il leur était difficile de faire des affaires à moindre coût. Grâce aux dates d'annonce préétablies, la Banque a pu mettre un terme à la veille quotidienne de 9 h (sauf, bien sûr, les jours d'annonce), de sorte que les marchés fonctionnent aujourd'hui avec plus d'efficacité aux alentours de cette heure.

Conséquence sur les instruments du marché monétaire

L'atténuation de l'incertitude a facilité l'établissement des prix des instruments financiers à court terme (de moins de un an) jusqu'à leur échéance, puisque ces derniers dépendent fortement du taux cible du financement à un jour de la Banque. Johnson (2003) a étudié l'effet du nouveau régime sur la portion à très court terme de la structure des taux (le « marché monétaire »)

en appliquant la théorie des attentes à la période antérieure et à la période postérieure à l'instauration du régime. Ses conclusions semblent indiquer que les prix observés sur les marchés financiers correspondent davantage à ceux des modèles théoriques qui tentent d'expliquer la variation anticipée des taux d'intérêt les uns par rapport aux autres. La théorie des attentes offrirait d'ailleurs aujourd'hui une représentation assez fidèle du fonctionnement de la portion à court terme de la courbe de rendement canadienne. Selon l'auteur, en permettant de limiter les erreurs de prévision de la valeur des actifs à court terme, les dates préétablies ont contribué à ce changement.

Bien que le nouveau régime n'explique pas à lui seul la baisse de volatilité des taux d'intérêt, Johnson montre que l'évolution constatée concorde avec son adoption. Il s'agit là d'un progrès majeur pour les marchés financiers canadiens, car la diminution des erreurs de pronostic concernant les prix des actifs proposés sur le marché monétaire est de nature à améliorer l'efficacité de ce dernier. En outre, il est désormais possible de prévoir avec plus de certitude quelles sont les attentes des opérateurs par rapport aux modifications futures des taux directeurs³.

Création de nouveaux instruments financiers

À la faveur de la réduction de l'incertitude entourant les taux d'intérêt à court terme que procure le régime de dates préétablies, les opérateurs du marché semblent donner plus de crédit aux prix de certains instruments. Ce regain de confiance a entraîné un accroissement rapide du volume du marché des swaps indexés à un jour et l'introduction des contrats ONX à la Bourse de Montréal. Le swap indexé à un jour est un swap fixe-variable dont le taux variable dépend d'un taux de référence à un jour. Le contrat ONX est une version négociable du swap indexé à un jour.

Lancé en mars 1999, le swap indexé à un jour paraît, selon certaines constatations, avoir gagné en popularité par suite de l'instauration par la Banque des dates d'annonce préétablies en 2000. La hausse du volume des transactions dont cet instrument fait l'objet a renforcé sa fiabilité comme baromètre des attentes du marché à l'égard des taux d'intérêt.

3. Les attentes des marchés financiers sont une des données qu'étudie le Conseil de direction au moment de prendre sa décision.

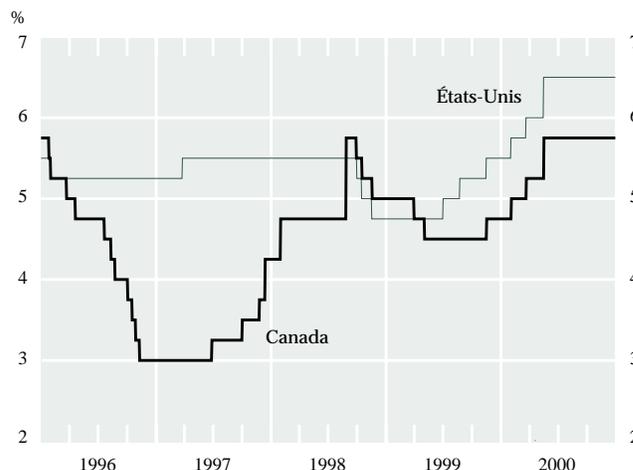
Focalisation sur la conjoncture économique canadienne

Le deuxième objectif du nouveau régime était d'attirer davantage l'attention des participants au marché et du grand public sur les conditions économiques et financières au Canada. Comme les données empiriques dont il sera question plus loin, l'analyse de la couverture médiatique tend à indiquer que les marchés financiers et les journalistes s'intéressent maintenant davantage à la situation économique du Canada lorsqu'ils forment leur jugement sur les décisions relatives aux taux d'intérêt, notamment durant les périodes qui précèdent et suivent de près les annonces.

L'analyse de la couverture médiatique tend à indiquer que les marchés financiers et les journalistes s'intéressent maintenant davantage à la situation économique du Canada lorsqu'ils forment leur jugement sur les décisions relatives aux taux d'intérêt.

Pendant les deux années qui ont précédé l'établissement d'un calendrier d'annonces à dates préétablies (voir Graphique 1), les politiques monétaires menées au Canada et aux États-Unis ont été étroitement liées sous l'effet de la convergence du cycle économique de ces pays. Et bien qu'il y ait souvent eu de bonnes raisons justifiant l'orientation similaire de leur politique monétaire respective, la Banque n'en était pas moins préoccupée au cours de cette période de voir les marchés financiers et le grand public percevoir sa politique comme étant trop tributaire de celle des États-Unis. Outre cela, les opérateurs des marchés et divers observateurs avaient tendance à s'intéresser avant tout à l'évolution de l'économie américaine. Cette situation était problématique car la Banque et les marchés focalisaient leur attention sur des informations différentes. Dans ce contexte, les décisions de la Banque peuvent avoir surpris les marchés plus d'une fois et les avoir amenés à s'interroger

Graphique 1
Taux d'intérêt directeurs



sur les motifs sur lesquels celle-ci s'était appuyée, créant certains défis au niveau des communications.

Parent (2002-2003) s'est demandé si l'instauration d'un régime de dates préétablies avait accentué l'intérêt que les opérateurs portaient aux indicateurs macroéconomiques canadiens et a creusé la question en se servant de tests inspirés de la théorie de l'efficience des marchés, qui postule que les prix des instruments financiers sont toujours le reflet de l'information disponible. Ainsi, dans des marchés efficients, les taux d'intérêt à court terme s'ajusteraient presque simultanément à la publication de données modifiant les attentes des agents financiers à l'égard de la politique monétaire. Ses résultats montrent qu'avant la mise en place du nouveau régime, les données sur l'économie canadienne n'influençaient pas de façon significative les taux d'intérêt à court terme⁴. Le fait est qu'entre 1996 et 2000, les indicateurs macroéconomiques américains étaient les seuls à avoir un impact important sur les taux canadiens. Les données américaines sur la production industrielle, les emplois dans les secteurs non agricoles et les ventes au détail, ainsi que l'indice ISM⁵, plus particulièrement, influençaient les taux à

4. Au seuil de 1 %, aucun des coefficients liés aux annonces faites par la Banque du Canada n'est significativement différent de zéro.

5. L'indice de l'Institute for Supply Management (ISM), anciennement la National Association for Purchasing Management (NAPM), repose sur une enquête nationale portant sur l'activité industrielle.

deux ans et les contrats à terme BAX de trois mois sur acceptations bancaires canadiennes.

Les résultats obtenus dans l'intervalle qui a suivi l'adoption du régime montrent que les données macro-économiques canadiennes ont désormais une forte incidence sur les BAX comme sur les taux d'intérêt à deux ans. Les chiffres de l'emploi et les ventes au détail au Canada seraient, aujourd'hui, les variables influant sur les contrats BAX. Maintenant que les opérateurs des marchés accordent moins de poids à l'évolution observée au sud de la frontière, les indicateurs macro-économiques américains ne sont plus statistiquement significatifs⁶.

Le nouveau régime de dates préétablies pourrait cependant ne pas être seul en cause. Les écarts récents dans la tenue des économies canadienne et américaine peuvent avoir incité les opérateurs à s'intéresser davantage aux conditions en vigueur au Canada. Les récentes différences dans le rythme de la croissance économique et le profil de l'inflation au Canada et aux États-Unis ont montré à quel point il est important, au titre de l'orientation générale de la politique monétaire canadienne, de se concentrer sur le rôle des facteurs internes en plus de la situation internationale. Ainsi, comme les marchés financiers s'intéressent désormais davantage aux indicateurs canadiens, la décision de la Banque de relever ses taux au premier semestre de 2002, alors que la Réserve fédérale privilégiait encore leur assouplissement, n'a surpris personne.

Pour ce qui est des médias, la focalisation sur l'économie canadienne semble surtout porter fruit dans les jours qui précèdent ou suivent de près chacune des dates d'annonce. On observe en effet au cours de cette période une ample couverture médiatique. Se succèdent ainsi, dans l'attente de la décision de la Banque, des enquêtes d'opinion menées par les agences de presse auprès d'économistes du secteur privé auxquelles viennent s'ajouter, une fois la décision rendue publique, des analyses de journalistes, d'opérateurs et d'observateurs internationaux. Cette couverture fait mieux connaître la politique monétaire du Canada et ressortir les enjeux de son économie.

6. Les régressions ont été recalculées en tenant compte de données aussi récentes que celles de février 2003. Dans la régression où le BAX sert de variable dépendante, ces deux variables sont significatives au seuil de 1 %. Lorsque le taux d'intérêt sur deux ans devient la variable dépendante, seules les données des ventes au détail au Canada et de la production industrielle américaine sont statistiquement significatives.

L'analyse de la couverture médiatique que fait régulièrement la Banque indique que les messages clés relatifs à la politique monétaire atteignent dans une large mesure les opérateurs financiers et, par l'entremise des médias, le grand public. Il en ressort également que les journalistes font maintenant une distinction entre la conjoncture économique au Canada et celle des États-Unis. Par exemple, Bruce Little relève dans le *Globe and Mail* en 2002 que [traduction] « notre économie suit une voie différente de celle des États-Unis. Là-bas, Alan Greenspan, le président de la Réserve fédérale, a tellement multiplié les mises en garde que certains analystes croient qu'il attendra jusqu'à la fin août avant de commencer à monter les taux. À ce moment-là, la Banque du Canada aura probablement déjà procédé à deux autres relèvements de son taux. » M. Little conclut sur cette remarque : « La situation aux États-Unis a une incidence sur le Canada, mais l'économie canadienne n'est pas pour autant un calque de sa voisine. »

Les données macroéconomiques canadiennes ont désormais une forte incidence sur les BAX comme sur les taux d'intérêt à deux ans.

Dans la même veine, Joel Baglole écrit dans un article du *Wall Street Journal* la même année : [traduction] « M. Dodge suit une voie différente de celle de la Réserve fédérale américaine, récusant ainsi les affirmations voulant que la banque centrale ait peu de marge de manœuvre pour adapter les taux d'intérêt aux besoins économiques du Canada. »

Mise en lumière de la perspective à moyen terme

Le troisième objectif consistait à attirer davantage l'attention sur le caractère prospectif de la politique monétaire. On espérait ainsi rendre le grand public et les acteurs des marchés financiers plus sensibles au fait que les mesures prises par la Banque ne se répercutent pleinement sur l'économie et l'inflation qu'après 18 à 24 mois. Le régime de dates d'annonce préétablies a contribué à faire ressortir cet aspect de la

politique monétaire en fournissant régulièrement à la Banque l'occasion d'établir un rapport entre l'évolution économique et financière récente et les tendances fondamentales à plus long terme.

Bien que des progrès aient été accomplis à l'égard de ce troisième objectif, ce dernier pose encore un défi de taille, les marchés et les médias se focalisant en général sur l'avenir immédiat. On observe néanmoins un certain déplacement de l'attention vers la perspective à moyen terme, comme en témoignent ces propos de Bruce Little (2002) du *Globe and Mail* : [traduction] « Intervenir en temps opportun signifie suffisamment tôt pour empêcher que l'inflation ne dépasse la cible de 2 % de la Banque. En effet, comme les modifications des taux d'intérêt mettent de cinq à sept trimestres avant d'influer sur l'inflation et que la Banque prévoit que le taux d'inflation sera de 2 % à la fin de l'année prochaine, l'institution doit commencer à modifier son taux maintenant, indépendamment de ce que la Réserve fédérale américaine songe à faire. »

Malgré tous les efforts déployés par la Banque pour faire preuve de flexibilité dans ses communications, il persiste une tension bien naturelle entre la perspective à court terme des médias et des marchés financiers et l'objectif à plus long terme de la politique monétaire.

Cette prise de conscience naissante d'une perspective à moyen terme est prometteuse, même si elle est loin d'être généralisée pour l'instant. Malgré tous les efforts déployés par la Banque pour faire preuve de flexibilité dans ses communications, il persiste une tension bien naturelle entre la perspective à court terme des médias et des marchés financiers et l'objectif à plus long terme de la politique monétaire. Le défi constant de la Banque sur le plan des communications est de continuer à insister sur l'horizon à moyen terme de 18 à 24 mois, car, pour les médias, les analystes et les opérateurs des marchés, une semaine ou un mois peuvent représenter une très longue période.

Renforcement de la transparence, de la responsabilité et du dialogue avec le public

Le quatrième objectif concernait la communication relative à la politique monétaire. Depuis l'adoption des cibles d'inflation en 1991, le rôle croissant joué par les communications dans le cadre de la politique monétaire reflète un changement fondamental dans la façon dont celle-ci est envisagée et mise en œuvre. Ce changement se fonde sur le constat que la transparence et des communications plus ouvertes peuvent faciliter la tâche consistant à expliquer aux Canadiens pourquoi et comment la Banque prend ses décisions, ce qui rend la politique monétaire plus compréhensible pour le public et, partant, plus crédible.

L'un des moyens pour la Banque d'améliorer la conduite de la politique monétaire a été d'accroître la transparence de ses communications, en informant le public plus souvent et plus régulièrement de son point de vue sur l'économie canadienne. L'adoption d'un régime de dates préétablies a de fait créé de nouvelles occasions de communiquer tout en permettant à la Banque d'articuler sa stratégie de communication autour d'un programme d'activités étalé sur toute l'année.

Cette démarche a été bénéfique à de nombreux égards.

Des communications régulières et cohérentes aident à mettre les marchés financiers et la Banque au même diapason en ce qui concerne l'orientation générale de la politique monétaire. Si la Banque fait bien comprendre ses vues et les principaux risques qui pèsent sur la période à venir, les marchés financiers auront tendance à être moins volatils, et toute modification de la politique tendra à se répercuter plus harmonieusement et plus rapidement sur les taux d'intérêt et le taux de change (Jenkins, 2001). Selon Parent (2002-2003), certains résultats empiriques donnent à penser que le régime de dates préétablies a amélioré la prévisibilité des décisions de la Banque du Canada. Avant son adoption, les modifications apportées au taux cible du financement à un jour avaient une incidence considérable sur les taux à deux ans et les BAX, ce qui semble indiquer que les décisions de politique monétaire non seulement constituaient une surprise quant au moment de leur annonce, mais aussi modifiaient les attentes à plus long terme relatives à la politique monétaire. Depuis l'entrée en vigueur du nouveau régime, on observe le résultat contraire, ce qui témoigne de l'amélioration de la capacité des opérateurs des marchés d'anticiper les mesures de politique monétaire et révèle que le

niveau accru de transparence aide la Banque et les marchés financiers à se mettre sur la même longueur d'onde pour ce qui est de l'orientation générale des taux d'intérêt.

Même si la Banque croit fermement que la politique monétaire donne de meilleurs résultats lorsque tout le monde comprend les grands objectifs qu'elle vise, cela ne signifie pas pour autant que le point de vue des marchés correspond toujours au sien. Ainsi, la décision de la Banque de laisser les taux d'intérêt inchangés le 4 septembre 2002 a semblé prendre les observateurs au dépourvu, ce qui a causé une certaine confusion sur ce qu'il fallait entendre par transparence. Pour certains commentateurs, ce mot signifiait « conditionnement » ou réglage fin des marchés, ce que la Banque a toujours pris soin de dire qu'elle ne fait pas.

Comme le gouverneur Dodge le soulignait dans une allocution prononcée à Winnipeg en janvier 2002, « dans nos communiqués, rapports périodiques et allocutions, nous tentons d'expliquer notre raisonnement. Ce faisant, nous espérons aider les Canadiens, y compris les opérateurs des marchés financiers, à prévoir l'orientation générale de la politique monétaire. » La sous-gouverneure Sheryl Kennedy, s'adressant à l'Association des marchés financiers du Canada en novembre 2002, a renchéri sur ce point : [traduction] « Nous n'essayons pas de régler avec précision les attentes des marchés au sujet de nos décisions en matière de taux d'intérêt juste avant de les prendre. [...] Nous ne pouvons pas envoyer de signal à l'avance, car nous ne savons tout bonnement pas au préalable quelle sera notre décision⁷. » En août 2003, Mme Kennedy déclarait devant un groupe d'économistes : [traduction] « Il incombe aux autres, y compris aux marchés, de se forger leur propre opinion sur la *trajectoire future précise* des taux d'intérêt. Nous ne cherchons pas à effectuer un réglage fin des attentes des marchés ou à fournir d'indications sur la teneur de notre décision concernant les taux d'intérêt à court terme lors de quelque annonce que ce soit » (Kennedy, 2002 et 2003).

7. L'une des raisons pour lesquelles la Banque n'essaie pas de conditionner les attentes des marchés est directement liée au processus décisionnel menant à chacune des annonces. Comme le fait remarquer Macklem (2002), le Conseil de direction reçoit la plupart des informations utiles sur les perspectives d'évolution à moyen terme de l'économie et de l'inflation au cours des deux semaines précédant chaque date préétablie. Les décisions de politique monétaire se fondent sur cette analyse, qui n'est vraiment complète que tout juste avant la date d'annonce.

Malgré une certaine confusion sur la définition de la transparence, le régime de dates préétablies a, grâce à des communications régulières et cohérentes, contribué à améliorer la compréhension des Canadiens sur ce que la Banque s'attache à accomplir, ce qui augmente les chances que la cible d'inflation de 2 % soit atteinte avec le moins de perturbations économiques possible. Si les acteurs des marchés et le public croient que des mesures seront prises pour faire en sorte que l'inflation demeure près de la cible de 2 %, ils seront plus susceptibles de prendre des décisions économiques reflétant cette attente. Le résultat net est un environnement macroéconomique plus stable.

Une démarche cohérente sur le plan des communications renforce également la responsabilité de la Banque et, par conséquent, sa crédibilité. En tant qu'institution publique jouissant d'un haut degré d'autonomie dans la conduite de la politique monétaire, la Banque a le devoir d'informer les Canadiens de la qualité des résultats qu'elle obtient. À cet égard, une cible précise ayant fait l'objet d'un accord sert de base claire à la mesure de son rendement. Pour pleinement rendre compte de ses activités, la Banque doit fournir au public l'information dont il a besoin pour comprendre les objectifs qu'elle poursuit en matière de politique monétaire, les facteurs dont elle tient compte quand elle prend ses décisions et les progrès qu'elle accomplit en vue d'atteindre les objectifs en question.

Le régime de dates d'annonce a donné à la Banque l'occasion de tenir les Canadiens régulièrement au courant de ses vues sur l'économie. À chacune des dates préétablies, elle publie un communiqué dans lequel elle explique sa décision. À ces communiqués s'ajoutent le *Rapport sur la politique monétaire*, les *Mises à jour* de ce dernier et les allocutions prononcées par les dirigeants de la Banque, dans lesquels celle-ci présente son analyse et commente ses actions afin d'aider le public, y compris les opérateurs des marchés financiers, à prévoir l'orientation générale de la politique monétaire.

Alors que la Banque s'employait à rendre ses messages plus transparents, le moyen de communication lui-même a également changé. Depuis l'instauration des dates d'annonce préétablies, les communiqués ont évolué : ils sont devenus mieux ciblés et généralement plus courts, fournissant une brève explication de la décision concernant les taux d'intérêt. Pour une analyse plus détaillée, le lecteur est habituellement invité à consulter le *Rapport sur la politique monétaire*

et sa *Mise à jour*. L'intervalle entre l'annonce et la publication du *Rapport* a aussi été raccourci, afin d'assurer l'actualité de l'analyse communiquée.

Les dates d'annonce préétablies ont [...] donné lieu à des commentaires plus réguliers de la part des analystes et des médias et à un accroissement des activités de sensibilisation auprès des Canadiens.

Les annonces à date préétablie, et les documents qui les accompagnent, ont non seulement amélioré la transparence et aidé le public à mieux comprendre les décisions de la Banque, mais elles ont également donné lieu à des commentaires plus réguliers de la part des analystes et des médias et à un accroissement des activités de sensibilisation auprès des Canadiens. Elles ont aussi contribué à faire naître un dialogue avec des auditeurs et des commentateurs clés. Par exemple, en septembre 2003, l'Institut C. D. Howe a mis sur pied un conseil de politique monétaire. Composé de douze des plus éminents économistes canadiens spécialisés dans les domaines de la politique monétaire ou des marchés financiers, le nouveau conseil a pour but de fournir à la Banque du Canada, aux opérateurs des marchés et aux analystes économiques une évaluation indépendante de l'orientation qu'il juge adéquate pour la politique monétaire canadienne. À cette fin, le conseil publie, peu avant chaque date préétablie, un bulletin dans lequel il énonce le point de vue de chacun de ses membres sur le niveau du taux cible du financement à un jour ainsi qu'un jugement sommaire collectif sur le vote de chacun.

Comme la Banque ne se livrait pas à une analyse systématique de la couverture médiatique avant l'adoption des dates d'annonce préétablies, il n'est pas possible de mener à ce sujet une véritable comparaison des situations avant et après. Ces deux dernières années, cependant, la couverture a plus que doublé dans certains cas. Les médias effectuent en outre des analyses plus approfondies des raisons justifiant le processus décisionnel, ce qui dénote une meilleure compréhension de la façon dont la Banque conçoit la

politique monétaire. Un petit échantillon des réactions des médias face à cette transparence accrue permet d'illustrer l'impact de la nouvelle démarche.

[traduction] « Durant la majeure partie de la dernière décennie, la Banque s'est efforcée de faire preuve d'une plus grande transparence dans ses activités. Le raisonnement est le suivant : quand les marchés financiers comprennent le mode de pensée de la Banque et son point de vue sur l'évolution de l'activité économique, ils fonctionnent mieux et plus intelligemment. Si c'est là l'objectif visé, la Banque pourrait bien avoir atteint le nirvana de la transparence » (Little, 2002).

Dans l'édition du 18 mars 2002 du *Financial Post*, Jacqueline Thorpe écrivait : [traduction] « M. Dodge [...] a embrassé la vague de "transparence" qui a déferlé sur les banques centrales du monde. [...] [II] a été le premier gouverneur de banque centrale à admettre qu'il pourrait s'avérer nécessaire de relever les taux d'intérêt d'ici l'été à mesure que l'économie se remettra de son ralentissement » (Thorpe, 2002).

Il y a toutefois eu un prix à payer pour cette transparence. Les marchés et les médias décortiquent maintenant chacun des mots contenus dans les déclarations de la Banque, ce qui donne parfois lieu à une certaine confusion. Par exemple, le communiqué de juin 2002 ne faisait pas référence aux « risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, » entourant les perspectives de l'économie, contrairement à celui de juillet et à la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire*. Cela a amené certains analystes à se demander si la Banque cherchait à faire passer un message en procédant de la sorte. De même, dans le communiqué d'avril 2003 annonçant sa décision de relever son taux directeur, la Banque n'a pas répété que de nouvelles réductions du degré de détente monétaire seraient nécessaires, mettant moins l'accent sur un tel besoin à court terme. Mais lorsque cet énoncé est réapparu dans le *Rapport sur la politique monétaire* publié la semaine suivante, l'ajout des mots « à l'avenir » est passé largement inaperçu, ce qui a accru la confusion parmi les observateurs quant aux intentions de la Banque. En se fondant sur de tels exemples, on peut dire sans grand risque de se tromper que, bien que les médias et les marchés soient mieux informés et aient une meilleure connaissance du cadre de conduite de la politique monétaire de la Banque, il subsiste un risque qu'une certaine confusion entoure à l'occasion les messages clés de l'institution. En général, cependant, il semble que le régime de dates préétablies ait permis

à la Banque d'accroître la compréhension du public à l'égard de sa pensée et de ses vues.

Malgré tous les efforts déployés, la transparence et la clarté continueront de poser des défis à la Banque du Canada et, de fait, à toutes les banques centrales.

Bien évidemment, malgré tous les efforts déployés, la transparence et la clarté continueront de poser des défis à la Banque du Canada et, de fait, à toutes les banques centrales. Pour sa part, la Banque continuera de veiller à ce que les parties intéressées comprennent toutes clairement les termes et les concepts qu'elle emploie. Cela signifie qu'elle insistera de façon répétée sur la durée de la période visée (l'horizon à moyen terme de 18 à 24 mois), l'orientation prospective de la politique monétaire et le caractère conditionnel de ses déclarations (Vayid, 2002).

Avantages accessoires

Le régime de dates préétablies a également permis d'améliorer les processus internes de la Banque du Canada appuyant la prise des décisions et la formulation des communications relatives à la politique monétaire⁸. La production et la présentation de toutes les données et analyses utiles au processus décisionnel ont été perfectionnées. Avant l'instauration des dates d'annonce préétablies, le personnel de la Banque préparait des projections trimestrielles, ainsi que divers scénarios de risque et de formulation de la politique monétaire à la suite de la publication des chiffres des comptes nationaux par Statistique Canada. En outre, vers le milieu de la période séparant deux séries de projections complètes, le personnel fournissait une évaluation des perspectives à court terme, fondée sur les données reçues dans l'intervalle, et en mesurait les implications pour l'orientation de la politique

8. Voir Macklem (2002) pour une description des processus décisionnels.

monétaire. Cependant, comme les décisions à cet égard pouvaient se prendre n'importe quel jour ouvrable, le moment choisi pour annoncer une décision concernant les taux directeurs était en bonne partie influencé par des considérations d'ordre tactique et la décision en question n'était pas toujours étayée par une analyse économique détaillée. Les dates d'annonce préétablies ont éliminé ces décalages en permettant au processus de bénéficier des perspectives analytiques plus systématiques, à jour et étendues qui sont présentées dans le cadre des séances d'information principales, des analyses de risque, des divers scénarios envisageables, ainsi que lors de l'exposé final et de la réunion consacrée aux recommandations qui se tiennent durant les deux semaines précédant la date d'annonce. De même, la régularité du calendrier des réunions a contribué à intégrer davantage les communications au processus de formulation et de mise en œuvre de la politique monétaire. Le fait de savoir que des communications vont être diffusées certains jours déterminés a encouragé une élaboration plus concertée des messages de la Banque.

Conclusion

Les efforts déployés par la Banque pour expliquer le contexte dans lequel ses décisions sont prises font partie d'un processus d'amélioration constante de la conduite de la politique monétaire. Le régime de dates d'annonce préétablies joue un rôle stratégique vital dans les progrès accomplis par la Banque vers la réalisation de cet objectif. Les données empiriques confirment que ce régime procure d'importants avantages. Premièrement, en réduisant pour le public et les marchés financiers l'incertitude quant au moment des annonces, le calendrier préétabli permet à ces derniers d'élaborer leurs plans plus efficacement et d'intégrer les changements plus harmonieusement. Deuxièmement, les dates d'annonce rappellent que la politique monétaire canadienne se fonde principalement sur les conditions économiques qui règnent au pays.

Le nouveau régime fournit aussi régulièrement à la Banque l'occasion de placer l'évolution économique et financière récente dans une perspective à moyen terme. Enfin, les dates préétablies ont contribué, par l'entremise d'une transparence accrue, à augmenter l'efficacité globale de la politique monétaire au Canada.

Ouvrages et articles cités

- Aba, S. (2001). « Don't Mess with Mr. In-Between: Why the Bank of Canada Should Stick to Fixed Announcement Dates », article documentaire, Institut C. D. Howe, 1^{er} octobre.
- Baglole, J. (2002). « Canada's Bank Governor Wins Praise », *The Wall Street Journal*, 3 juillet.
- Dodge, D. (2002). « Défis et changements marquants pour la Banque dans une année fertile en événements », allocution prononcée devant Le Cercle canadien de Winnipeg. Document accessible à l'adresse <<http://www.banqueducanada.ca>>.
- Financial Post* (1997a). Éditorial (27 septembre), p. 3.
- (1997b). Éditorial (20 novembre), p. 34.
- Jenkins, P. (2001). « Vers une plus grande transparence dans la communication relative à la politique monétaire canadienne », allocution prononcée devant la Ottawa Economics Association, *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 51-57.
- Johnson, G. (2003). « La mesure des attentes de taux d'intérêt au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 19-29.
- Kennedy, S. (2002). « The Interaction of Financial Markets and Monetary Policy », allocution prononcée devant l'Association des marchés financiers du Canada, Toronto, Ontario, 4 novembre.
- Kennedy, S., (2003). « Monetary Policy during Economic Shocks: Lessons Learned », allocution prononcée devant l'Association canadienne de science économique des affaires, Kingston, Ontario, 26 août.
- Little, B. (2002). « Central Bank's Rate Plans Reach Transparency », *The Globe and Mail*, 25 avril.
- Macklem, T. (2002). « Les éléments d'information et d'analyse préalables à la prise des décisions de politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 11-19.
- Parent, N. (2002-2003). « Transparence et réaction des taux d'intérêt à la publication périodique des données macroéconomiques », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 31-37.
- Thiessen, G. (2000). « Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne et la conduite de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 47-52.
- Thorpe, J. (2002). « David Dodge, the Outsider: Central Banker Wins Raves for Straight Talk », *Financial Post*, 18 mars.
- Vayid, I. (2002). « Dealing with the Media: Getting the Message Across », exposé fait dans le cadre du colloque sur les communications de banque centrale tenu par la Banque du Canada, du 7 au 9 octobre.